



PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/131376>

Please be advised that this information was generated on 2018-07-07 and may be subject to change.

DE COLLATERAL RICHTLIJN

Inleiding

De Europese Collateral Richtlijn ('CR')¹ is een belangrijke stap in de richting van uniforme regelgeving ten aanzien van gecollateraliseerde transacties in de Lidstaten van de Europese Unie². In dit artikel zullen de belangrijkste bepalingen en de 'opt out' clausules van deze Richtlijn de revue passeren. Ook zal worden onderzocht in hoeverre de implementatie van deze Richtlijn gevolgen heeft voor het Nederlandse recht³.

De Collateral Richtlijn is van belang voor het Nederlandse rechtsstelsel. Er is immers geregeld sprake van gecollateraliseerde transacties waarop Nederlands recht van toepassing is. Implementatie van de Richtlijn zal moeten leiden tot een aantal ingrijpende veranderingen van het Nederlandse privaats- en faillissementsrecht. Hieronder wordt nader ingegaan op de manier waarop aan deze veranderingen vorm kan worden gegeven. In het bijzonder zullen de volgende onderwerpen de revue passeren: het fiduciaverbod (artikel 3:84(3) BW en artikel 2a Wte); de overdracht onder tijdsbepaling (artikel 3:85 BW); het gebruiksrecht dat een pandhouder op effecten krijgt op grond waarvan hij deze effecten mag bezwaren of ver-

* Mr.drs. T.R.M.P. Keijser is als onderzoeker verbonden aan het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht van de Katholieke Universiteit Nijmegen.

1 Zie voor de officiële naam en de vindplaats van deze Richtlijn het overzicht van de totstandkominggeschiedenis aan het eind van dit artikel.

2 In verschillende studies, die zijn verschenen voordat de Collateral Richtlijn werd aangenomen, wordt de uiteenlopende regelgeving van de Lidstaten genoemd als een belangrijk obstakel dat in de weg staat aan een geïntegreerde, liquide collateral markt in de Europese Unie. Zie bijvoorbeeld Giovannini 1999, Ciampolini 2000, het ISDA Report 2000 en de analyse van de European Financial Market Lawyers Group in Annex F van het Werkdocument van de Commissie.

3 Ik heb er in dit artikel soms voor gekozen om de Engelstalige terminologie aan te houden die in de praktijk wordt gebruikt. In het bijzonder gebruik ik het woord 'collateral' om aan te geven dat het hier, zoals verderop in dit artikel zal blijken, gaat om een heel bijzonder soort zekerheid.

vreemden; de verstreckende gevolgen van de Richtlijn voor de wijze waarop de uitwinning van een pandrecht plaatsvindt; en verwijzingsregels inzake book-entry effecten⁴.

Het artikel begint met een beschrijving van wat collateral is. Ook zal het de beperkingen behandelen die worden gesteld aan de reikwijdte van de Collateral Richtlijn. Vervolgens zal het artikel ingaan op de twee belangrijkste functies van collateral, namelijk verhandelbaarheid en verhaal. In verband met de *verhandelbaarheid* van collateral zal worden ingegaan op de manier waarop de Collateral Richtlijn omgaat met het zogenaamde 're-characterisation' risico in het geval collateral wordt overgedragen ('out-right transfer' of 'title transfer'), en op het gebruiksrecht ten aanzien van collateral waarop een zekerheidsrecht ('security interest') rust. Daarnaast beïnvloeden afspraken omtrent 'margin transfers' en substitutie de liquiditeit van de geld- en effectenmarkten. De *verhaalsfunctie* van collateral komt in het vizier op het moment dat zich een 'enforcement event' heeft voorgedaan op grond waarvan partijen hun contractuele verhouding willen beëindigen. Omdat de Collateral Richtlijn een bijzonder liberaal uitwinningsregime kent, zal ik speciale aandacht besteden aan de grenzen die hieraan moeten worden gesteld. Het derde hoofdthema dat in de Collateral Richtlijn aan de orde komt is het recht dat toepasselijk is op 'book-entry securities'.

1. Wat is collateral?

Inleiding

In deze paragraaf zal ik de verschillende financiële producten behandelen die gebruik maken van collateral, zal ik de twee technieken behandelen die worden gebruikt om collateral te verschaffen en zal ik dieper ingaan op de twee functies die collateral vervult.

4 Ik zal in dit artikel geen aandacht besteden aan de gevolgen van de Richtlijn voor de Nederlandsrechtelijke bepalingen inzake verrekening.

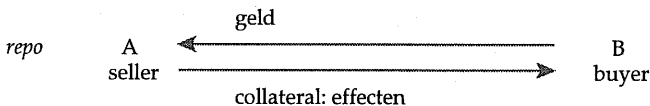
De financiële producten

Collateral wordt gebruikt in 'repos', 'securities lending', derivaten en in 'cross product' overeenkomsten⁵.

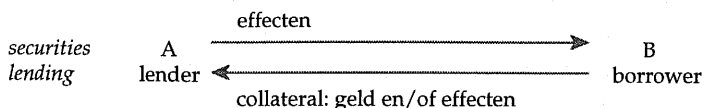
Repo transacties zijn transacties waarin partij A (de 'seller') bepaalde effecten verkoopt aan partij B (de 'buyer') voor een geldbedrag (de 'purchase price'). Op hetzelfde moment verplicht partij B zich om op een later moment gelijksoortige effecten te verkopen aan partij A en neemt partij A de verplichting op zich om hiervoor een bepaald geldbedrag te betalen waarin mede een rentecomponent is verdisconteerd (de 'repurchase price'). De behoefte aan geld is de voornaamste reden om dit soort transacties aan te gaan en de geldstroom aan het begin van de transactie kan dan ook worden aangeduid als de principale stroom. De collateral stroom kan nu worden gedefinieerd als de stroom effecten die tegenovergesteld is aan deze principale stroom.

In *securities lending transacties* draagt een 'lender' bepaalde effecten over aan een 'borrower' voor een geldbedrag of voor andere effecten. De lender en de borrower verplichten zich tegelijkertijd om op een later tijdstip gelijksoortige effecten en/of geldbedragen over te dragen. In dit geval betaalt de borrower op dat moment ook een rentecomponent. De belangrijkste reden om een securities lending transactie aan te gaan is namelijk in de regel een behoefte van de borrower aan bepaalde effecten. De effectenstroom van lender naar borrower is in dit geval dan ook de principale stroom. De collateral stroom aan het begin van de transactie kan nu worden gedefinieerd als de stroom geld of effecten die hier tegenover staat.

Geld- en effectenstromen aan het begin van een transactie



5 Onder repos versta ik 'repurchase' en 'reverse repurchase' overeenkomsten of transacties. Onder securities lending wordt ook 'securities borrowing' begrepen. Voor de collateral stromen in cross product overeenkomsten die binnen het bereik van de Collateral Richtlijn vallen, verwijs ik naar Keijser 2001 I, p. 78-80. Ik zal aan dit onderwerp verder geen aandacht besteden.



In de loop van een repo of securities lending transactie vinden daarnaast ook 'margin transfers' plaats. Het gaat hier om het verschaffen van geld en/of effecten om een netto 'exposure' af te dekken, dat is ontstaan door fluctuaties in de koers van de effecten die op een eerder moment in het kader van de transactie zijn verschaft. Het is namelijk de bedoeling dat de partijen gedurende de looptijd van een transactie slechts binnen bepaalde marges een risico lopen ten aanzien van elkaar. Indien daarom in het geval van een gecollateraliseerde transactie het collateral meer waard is geworden door een koersstijging, is de ontvanger van het collateral verplicht de verschaffer van het collateral te compenseren. Indien het collateral minder waard zou zijn geworden, heeft de verschaffer van het collateral de verplichting extra collateral te verschaffen. Het economisch risico van waardefluctuaties ligt derhalve bij de verschaffer van het collateral.

Ook in het kader van *derivatentransacties* wordt geregeld gebruik gemaakt van collateral. De International Swaps and Derivatives Association (ISDA) heeft in mei 2001 gestandaardiseerde contractsbepalingen gepubliceerd, de ISDA Margin Provisions, op grond waarvan het mogelijk is om geld of effecten als collateral te verschaffen. Dit gebeurt dan wel altijd gedurende de looptijd van een transactie en niet aan het begin daarvan. Het collateral dient weer om een netto exposure af te dekken.

Eigendomsoverdracht of zekerheidsrecht

De standaardovereenkomsten die het meest gangbaar zijn voor het documenteren van gecollateraliseerde transacties in de 'over the counter' markt⁶, hanteren in wezen twee manieren voor het verschaffen van collateral: eigendomsoverdracht ('outright transfer' of 'title transfer') of het vestigen van een zekerheidsrecht ('security interest'). Overdracht van eigen-

6 Gecollateraliseerde transacties komen niet alleen voor op deze over the counter markt (ofwel de niet onder direct toezicht staande markt), maar worden ook gebruikt door centrale banken voor het uitvoeren van het monetaire beleid, op beurzen, in geld- en effectenafwikkelingssystemen, etc.

dom is het uitgangspunt in de Global Master Repurchase Agreement (GMRA) voor repos en in de Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA) voor securities lending. Ook wordt deze methode gehanteerd in de ISDA Margin Provisions, maar alleen in het geval dat Engels recht van toepassing is. Als het recht van New York wordt gekozen, voorzien de ISDA Margin Provisions daarentegen in het vestigen van een zekerheidsrecht.

De twee functies van collateral

Collateral is verhandelbaar en dient tot zekerheid. Het vervult derhalve twee functies.

In het geval van een eigendomsoverdracht zijn de twee functies van collateral als vanzelfsprekend aanwezig. Ten eerste heeft de nieuwe eigenaar de bevoegdheid om met het collateral nieuwe transacties aan te gaan met derde partijen (en heeft hij ten aanzien van de verschaffer van het collateral slechts een contractuele verplichting om aan het einde van de transactie gelijksoortig collateral over te dragen). Daarnaast dient het collateral ook tot zekerheid voor de verplichtingen die de verschaffer van het collateral ten aanzien van de ontvanger daarvan heeft. De standaardovereenkomsten voor repos, securities lending en derivaten bevatten in dit verband bepalingen die nauwkeurig regelen hoe de verhouding tussen partijen is, indien er een 'enforcement event' optreedt en de contractuele verhouding tussen partijen op grond hiervan beëindigd wordt.

Als er een zekerheidsrecht is gevestigd is alleen de verhaalsfunctie evident. Om ook de verhandelbaarheid van collateral te garanderen, voorzien de ISDA Margin Provisions (New York law) in een gebruiksrecht, ofwel in een bevoegdheid voor de begunstigde van het zekerheidsrecht om te beschikken over het collateral ten behoeve van een derde partij⁷.

7 Zie artikel 2.2(c) van de 2001 ISDA Margin Provisions. Een gelijksoortig gebruiksrecht kwam voor in artikel 6(c) van de 1994 NY Annex, één van de ISDA Credit Support Documents die voorafgingen aan de Margin Provisions. De 1995 UK Deed, ook één van deze Credit Support Documents, stond een gebruiksrecht in het geval van het vestigen van een zekerheidsrecht echter niet toe (zie artikel 6(d)). Op grond van de 2001 ISDA Margin Provisions is het vestigen van een zekerheidsrecht naar Engels recht echter überhaupt niet meer mogelijk. De Margin Provisions voorzien alleen nog in overdracht van eigendom indien het Engelse recht van toepassing is.

De standaarddocumentatie laat dus duidelijk zien waar het bij collateral in de zin van de Collateral Richtlijn om draait. In alle gevallen dient het collateral als verhaalsobject, terwijl het ook mogelijk is om met het collateral verdere handelsactiviteiten te ontplooiën. Transacties die alleen een verhaalsfunctie dienen, zoals het geval is bij traditionele zekerheidsrechten (bijvoorbeeld een Nederlands pandrecht zonder een gebruiksrecht), vallen daarom buiten het bereik van de Collateral Richtlijn.

Een argument dat deze stelling ondersteunt, is gelegen in de economische functie van de repo en securities lending markt. Repos en securities lending transacties hebben een belangrijke functie voor de liquiditeit van de internationale kapitaalmarkten⁸. Een goed functionerende repo en securities lending markt betekent dat geld en effecten vrijelijk voorhanden zijn. Dit is ook precies waarom de Collateral Richtlijn zo belangrijk is: het verwijderen van juridische obstakels bevordert de liquiditeit van de Europese geld- en effectenmarkten. De liquiditeit van de markten wordt echter niet vergroot als geld en effecten niet kunnen worden gebruikt om verdere transacties aan te gaan. Naast verhaal is dus ook verhandelbaarheid een wezenlijk kenmerk van de financiële producten die binnen het bereik van de Collateral Richtlijn vallen⁹.

2. Reikwijdte van de Collateral Richtlijn

Inleiding

Artikel 1 van de Collateral Richtlijn stelt drie beperkingen aan de werkingssfeer van de Richtlijn. De Richtlijn heeft alleen betrekking op transacties tussen bepaalde *marktdelnemers*. Zij is alleen toepasselijk op transacties met collateral in de vorm van geld of effecten ('*financial collateral*'). Daarnaast moeten overeenkomsten aan bepaalde *voorwaarden* voldoen om binnen de werkingssfeer van de Collateral Richtlijn te vallen.

8 Zie bijvoorbeeld BIS 2001 en Canoy 2001. Ook de brief van 31 mei 2001 van The Bond Market Association (mede getekend door de European Repo Council) met betrekking tot het nieuwe Basel Kapitaalakkoord is verhelderend op dit punt.

9 Zie over de twee functies van collateral Keijser 2001 III, p. 11.

Marktdeelnemers

De bepaling waarin staat op welke marktdeelnemers de Collateral Richtlijn betrekking heeft, heeft in de loop van de totstandkominggeschiedenis vele gedaantes aangenomen. Omwille van de rechtszekerheid bevat de tekst van artikel 1(2) CR nu een uitputtende lijst van marktdeelnemers. Deze lijst verwijst op zijn beurt veelal naar andere Europese Richtlijnen. Marktdeelnemers die binnen het bereik van de Collateral Richtlijn vallen, zijn onder meer centrale banken en financiële instellingen die onder toezicht staan, zoals banken, beleggingsinstellingen en verzekeringsondernemingen. Zowel de verschaffer als de ontvanger van collateral moet voorkomen op de lijst.

In artikel 1(3) CR is de eerste 'opt out' bepaling opgenomen. De nationale wetgever heeft op grond van deze bepaling de mogelijkheid om te bepalen dat gecollateraliseerde transacties, die zijn aangegaan door de in artikel 1(3) CR genoemde entiteiten, buiten de werkingssfeer van de Collateral Richtlijn vallen. In veel gevallen zal het hier gaan om kleine of middelgrote ondernemingen¹⁰.

Financial collateral

De Collateral Richtlijn is alleen van toepassing op collateral in de vorm van geld of effecten. Zoals boven reeds werd aangegeven, wordt dit soort collateral typisch gebruikt in repos, securities lending, derivaten en cross product overeenkomsten. De Collateral Richtlijn strekt zich niet uit tot transacties met bijvoorbeeld 'commodities' (zoals graan of edele metalen) als collateral¹¹.

Artikel 1(4)(b) CR bevat een tweede 'opt out' bepaling. Dit artikel biedt de nationale wetgever de mogelijkheid om transacties met collateral, waarvan de waarde nauw gerelateerd is aan de prestaties en de activiteiten van de verschaffer van het collateral, buiten de werkingssfeer van de Richtlijn te houden. De achtergrond van deze bepaling is dat zodanig collateral

10 Vgl. de Aanbeveling voor de Tweede Lezing, p. 7-8. Zie paragraaf 7 hieronder over de vraag of de nationale wetgever van deze 'opt-out' gebruik zou moeten maken.

11 Zie artikel 1(4)(a) CR. Vgl. considerans nr. 18 en de artikelen 2(1)(d) en 2(1)(e) CR.

waarschijnlijk waardeloos wordt op het moment dat de verschaffer van het collateral in de problemen komt. De ontvanger van het collateral heeft in dit geval op het cruciale moment geen verhaalsobject. Het ligt dan ook voor de hand van deze 'opt out' gebruik te maken.

Voorwaarden

Artikel 1(5) CR stelt twee voorwaarden waaraan overeenkomsten inzake collateral moeten voldoen om binnen de werkingssfeer van de Richtlijn te vallen.

De eerste voorwaarde is dat er daadwerkelijk collateral verschaft moet worden. Meer in zijn algemeenheid heeft de Collateral Richtlijn de benadering dat het verschaffen van collateral niet aan formaliteiten gebonden mag zijn. De enige echte eis die wordt gesteld, is dat het collateral op de één of andere manier uit de macht van de verschaffer van het collateral moet worden gebracht.

De tweede voorwaarde om binnen het bereik van de Richtlijn te vallen, is dat er bewijs moet zijn van het bestaan van de overeenkomst inzake collateral zelf, alsmede van het verschaffen van het collateral in het kader van deze overeenkomst¹².

3. Re-characterisation

Geen re-characterisation

Artikel 6 van de Collateral Richtlijn schrijft voor dat een eigendomsoverdracht ('title transfer' of 'outright transfer') moet kunnen worden geëffectueerd volgens de bedoelingen der partijen¹³. In de Nederlandse context betekent dit dat een eigendomsoverdracht van collateral moet worden erkend en dat zo een overdracht niet achteraf kan worden geconverteerd in een pandrecht. Het risico dat een dergelijke conversie plaats zal vinden,

12 Zie considerans nr. 9, 10 en 11, en de artikelen 1(5), 2(2), 2(3) en 3 CR. Vgl. het Gemeenschappelijk Standpunt, p. 22-23.

13 Vgl. considerans nr. 13 CR.

wordt veelal aangeduid als het 're-characterisation' risico. De achtergrond van artikel 6 CR is dat een conversie van een eigendomsrecht in een zekerheidsrecht vergaande gevolgen kan hebben. De ontvanger van collateral zou bijvoorbeeld zijn rechten ten aanzien van het collateral volledig kwijt kunnen raken, als zou blijken dat hij niet aan de formele vestigingsvereisten van het zekerheidsrecht heeft voldaan. Het elimineren van het re-characterisation risico zal een gunstige invloed hebben op de liquiditeit van de geld- en effectenmarkten. Het wordt nu eenmaal minder risicovol om gecollateraliseerde transacties aan te gaan.

Fiduciaire eigendomsoverdracht

Fiduciaire constructies hebben een hybride karakter. Aan de ene kant vindt een eigendomsoverdracht plaats, aan de andere kant is deze overdracht er in de regel slechts op gericht om de verkrijger van goederen een verhaalsobject te verschaffen¹⁴. Het is daarom van belang om de inhoud van een fiduciaire constructie nader te bepalen. Wat beogen partijen met een fiduciaire eigendomsoverdracht te bereiken?

Het Nederlandse recht verbiedt een fiduciaire eigendomsoverdracht in artikel 3:84(3) BW. De Hoge Raad lijkt in het Sogelease-arrest¹⁵ de reikwijdte van dit artikel te beperken tot overdrachten die enkel en alleen verhaal beogen (zie in het bijzonder rechtsoverweging 3.4.3). Voorts is in casu relevant dat artikel 2a Wte¹⁶ een interpretatie van artikel 3:84(3) BW bevat, die in het bijzonder is toegespitst op repos.

In het bestek van dit artikel is het niet mogelijk uitgebreid te analyseren of er naar Nederlands recht sprake is van een re-characterisation risico. Ik zou hier willen volstaan met het voorstel om de twee functies van collateral, namelijk verhaal en verhandelbaarheid, te hanteren als maatstaf om te bepalen of er een dergelijk risico bestaat¹⁷.

14 Het is daarom ook niet duidelijk of een fiduciaire overdracht moet worden gekarakteriseerd als een figuur die gebruik maakt van de 'security interest' of van de 'title transfer' methode. Vgl. de artikelen 2(1)(b) en 2(1)(c) CR.

15 HR 19 mei 1995, NJ 1996, 119.

16 In werking getreden op 1 januari 1999.

17 Vgl. paragraaf 1 'De twee functies van collateral'.

Volgens het Sogelease-arrest is slechts een overdracht die louter en alleen verhaal ten doel heeft, verboden; in dit geval is het vestigen van een pandrecht op zijn plaats. Indien deze visie juist is, lopen gecollateraliseerde transacties conform de hierboven voorgestelde maatstaf van de twee functies naar Nederlands recht geen enkel risico. Collateral dient nu eenmaal niet alleen tot zekerheid maar heeft ook verhandelbaarheid ten doel. Artikel 3:84(3) BW staat vanuit dit gezichtspunt geenszins in de weg aan een overdracht van (margin) collateral in het kader van repo en securities lending transacties en van margin in het kader van derivatentransacties.

Aanpassing van artikel 3:84(3) BW lijkt daarom ter implementatie van de Collateral Richtlijn overbodig. Wel moet artikel 2a Wte worden heroverwogen. Dit artikel moet worden geschrapt, of de reikwijdte van het artikel moet worden uitgebreid tot gecollateraliseerde transacties in zijn algemeenheid. Wat mij betreft wordt artikel 2a Wte geschrapt. Zowel het Sogelease-arrest (zoals hierboven geïnterpreteerd) als de Collateral Richtlijn sanctioneren een overdracht van collateral dat de kenmerkende functies van verhaal en verhandelbaarheid vervult. Er wordt daarmee voldoende rechtszekerheid geboden. Een wettelijke interpretatie van artikel 3:84(3) BW is niet strikt noodzakelijk¹⁸.

Overdracht onder tijdsbepaling

Overigens wordt in Nederland wel gewezen op een tweede re-characterisation risico. Artikel 3:85 BW verbiedt namelijk een overdracht onder tijdsbepaling en merkt een verbintenis die hiertoe strekt, aan als een verbintenis strekkende tot de vestiging van een vruchtgebruik. Naar mijn mening vindt ook artikel 3:85 BW echter geen toepassing in het geval van gecollateraliseerde transacties. In het geval van een gecollateraliseerde transactie vindt er op moment A een *goederenrechtelijke overdracht* plaats *zonder enige beperking (dus ook niet onder een tijdsbepaling)*, terwijl er alleen op het *verbintenisrechtelijke vlak* een verplichting ontstaat om op een later moment B gelijksoortig collateral te verschaffen. Enkel een dergelijke verplichting is niet voldoende voor toepasselijkheid van artikel 3:85 BW. Ook een conversie tot een recht van vruchtgebruik is derhalve naar Nederlands

18 Zie uitgebreider Keijser 2001 II. Vgl. Graaf 1998/1999, Rank 1998 I, Rank 1998 II, Rank 2000 en Verhagen 1997.

recht in het geval van gecollateraliseerde transacties niet aan de orde. Ook hier noodzaakt de Collateral Richtlijn dus niet tot een verandering van het Burgerlijk Wetboek¹⁹.

4. Gebruiksrecht

Artikel 5 CR voorziet in een gebruiksrecht met betrekking tot collateral dat is verschaft door middel van het vestigen van een zekerheidsrecht ('security interest')²⁰. Zo een gebruiksrecht houdt in dat de gesecureerde partij het recht heeft om te beschikken over het collateral ten behoeve van een derde partij. Dit kan hij doen door op zijn beurt een zekerheidsrecht te vestigen of door een overdracht van het collateral. Hierboven stelde ik reeds dat collateral dat is onderworpen aan een zekerheidsrecht, alleen binnen de werkingssfeer van de Collateral Richtlijn valt, als de gesecureerde partij naast een verhaalsrecht ook een gebruiksrecht heeft ten aanzien van het collateral²¹. Het gebruiksrecht is van belang omdat het de liquiditeit van de markt bevordert.

Met name in de Amerikaanse praktijk is het gebruiksrecht van grote praktische betekenis. Hierboven gaf ik al aan dat het vestigen van een zekerheidsrecht met een gebruiksrecht de standaard benadering is van de ISDA Margin Provisions, indien het recht van New York van toepassing is. Deze praktijk is conform artikel 9-207(4) van de New York Uniform Commercial Code, dat bepaalt dat een gesecureerde partij 'may use or operate collateral in the manner and to the extent provided in the security agreement'.

Ook in de huidige Nederlandse securities lending praktijk komt het gebruiksrecht echter voor. Als titel voor het verschaffen van collateral wordt naar Nederlands recht veelal gekozen voor verbruiklening (en soms voor koop). Vaak wordt daarnaast echter, vanwege een vermeend re-characteri-

19 Zie in het bijzonder Van Zeben 1981, p. 320; Rank-Berenschot 1998, p. 158; Van Gaalen 2001, p. 176.

20 Zie ook considerans nr. 19 en artikel 2(1)(m) CR.

21 Zie ook considerans nr. 19 CR; Werkdocument van de Commissie, p. 12; en Annex A, p. 7-8, Annex B (in het bijzonder paragraaf 3), en Annex F, p. 11 van het Werkdocument van de Commissie. Vergelijk daarnaast de verschillende teksten ten aanzien van het gebruiksrecht, die zijn voorgesteld in de loop van de totstandkominggeschiedenis van de Collateral Richtlijn, en het ISDA Statement of Position.

sation risico, een subsidiair pandrecht gevestigd ten behoeve van de ontvanger van het collateral²². Aan dit pandrecht is normaliter ook een gebruiksrecht gekoppeld, op grond waarvan de pandhouder de bevoegdheid heeft het verpande goed te herverpanden of te vervreemden. De grondslag voor de bevoegdheid van de pandhouder om te herverpanden is gelegen in artikel 3:242 BW. Het is echter maar de vraag of aan de pandhouder naar huidig Nederlands recht een zelfstandige bevoegdheid kan worden verleend om te vervreemden; een dergelijke bevoegdheid lijkt strijdig met het huidige stelsel van de wet, dat er in beginsel op is gericht de rechten van een pandhouder te beperken tot het uitwinnen van zijn zekerheid²³.

Het gebruiksrecht dat de Collateral Richtlijn voorstaat is een vreemde eend in de bijt van het Nederlandse goederenrecht. Met de introductie van een vervreemdingsbevoegdheid voor een pandhouder vervaagt immers het naar Nederlands recht fundamentele onderscheid tussen eigendom en beperkte rechten.

Toch moet het gebruiksrecht worden geïmplementeerd. Het belang van liquide geld- en effectenmarkten weegt zwaarder dan civielrechtelijke vraagstukken van dogmatische aard. Een interessante vraag waar ik hier niet op in zal gaan, is overigens of het gebruiksrecht alleen waarde heeft in het geval van gecollateraliseerde transacties, of dat ook in andere gevallen aan de pandhouder een dergelijke bevoegdheid moet worden toegekend.

22 Strikt genomen is deze praktijk overbodig, nu er naar Nederlands recht helemaal geen sprake is van een re-characterisation risico.

23 In het geval van repos is van een dergelijk subsidiair pandrecht in de regel geen sprake meer. Dit wordt niet nodig geacht in het licht van de inwerkingtreding op 1 januari 1999 van artikel 2a van de Wet toezicht effectenverkeer 1995. De huidige versies van de Netherlands Annex bij de GMRA 1995 en 2000 voorzien dan ook niet in een subsidiair pandrecht met een daaraan gekoppeld gebruiksrecht, terwijl dit in een eerdere versie van de Netherlands Annex bij GMRA 1995 nog wel het geval was. Vgl. Graaf 1998/1999, Keijser 2001 II, Rank 1998 II en Rank 2000.

5. Margin transfers

Een belangrijke functie van het verschaffen van margin is dat hiermee het kredietrisico dat partijen ten aanzien van elkaar lopen, wordt beperkt. Margin transfers dienen tot zekerheid. Daarnaast heeft de ontvanger van margin de bevoegdheid om het geld en/of de effecten die hij heeft ontvangen, te gebruiken voor verdere handelsactiviteiten. Margin collateral is dus verhandelbaar en heeft een positief effect op de liquiditeit van de markt. Ook in het geval van margin transfers steken derhalve de twee functies van collateral (verhaal en verhandelbaarheid) weer de kop op.

Artikel 8(3) CR biedt bescherming aan margin transfers die plaatsvinden gedurende de looptijd van een transactie. Het doel van deze bepaling is te voorkomen dat de geldigheid van een margin transfer in twijfel wordt getrokken, enkel en alleen op grond van het feit dat de margin transfer gedurende een bepaalde, 'in de wet genoemde' periode plaats heeft gevonden (denk aan bepalingen van nationaal recht die beogen de belangen van de verschaffer van collateral en diens crediteuren te beschermen, op grond waarvan transacties die plaatsvinden in een bepaalde periode voorafgaande aan insolventie vernietigd kunnen worden), dan wel op grond van de omstandigheid dat de margin transfer plaats heeft gevonden gedurende de looptijd van een transactie (en dus na het moment dat de standaard overeenkomst tussen partijen tot stand is gekomen)²⁴.

De Collateral Richtlijn beschermt alleen margin transfers die plaatsvinden op grond van prijsbewegingen op de geld- en effectenmarkten. Eerdere versies van de Collateral Richtlijn hielden expliciet margin transfers die gerelateerd zijn aan een lagere 'credit rating' buiten het bereik van de Richtlijn. De reden waarom voor deze benadering werd gekozen, is dat een lagere credit rating de voorbode kan zijn van een insolventie. In het geval dat het inderdaad tot een insolventie zou komen, zou de positie van andere crediteuren door een dergelijke margin transfer negatief beïnvloed worden. Een dergelijke regeling komt in de uiteindelijke versie van de Collateral Richtlijn echter niet meer voor. Er is nu gekozen voor een meer

24 Zie over margin transfers ook considerans nr. 5 ('verschaffing van aanvullende zekerheden'), 9 ('restitutie van overwaarde') en 16, alsmede de laatste zin van artikel 2(2) CR. Vergelijk de artikelen 8(1)(b) en 8(4) CR over de 'in de wet genoemde' periodes.

algemene verwijzing naar regels van nationaal recht, zoals in Nederland de Actio Pauliana, die ten doel hebben de positie van derde partijen, zoals crediteuren, te beschermen²⁵.

6. Substitutie

Een recht van substitutie biedt de verschaffer van collateral in de vorm van effecten de mogelijkheid deze effecten te vervangen door ander collateral. Een recht van substitutie kan alleen worden uitgeoefend als de partij tegen wie het wordt ingeroepen, toestemt. Toestemming kan vooraf worden gegeven of op het moment dat de verschaffer van collateral een voorstel tot substitutie doet²⁶.

De Collateral Richtlijn biedt afspraken omtrent substitutie dezelfde bescherming als margin transfers. Dat betekent dat substituties die plaatsvinden binnen een bepaalde, 'in de wet genoemde' periode of na het moment dat de standaard overeenkomst tussen partijen tot stand is gekomen, in beginsel niet kunnen worden aangetast. Wel blijven nationale regels ter bescherming van derde belanghebbenden gelden, zoals in Nederland de Actio Pauliana bepalingen²⁷.

Afspraken over substitutie hebben invloed op de liquiditeit van de markten. Enerzijds bevordert een recht op substitutie de flexibiliteit van de effectenportefeuille van de verschaffer van collateral (hij kan nu transacties aangaan die niet mogelijk zouden zijn geweest zonder substitutie). Dit heeft een positief effect op de liquiditeit. Anderzijds beperkt een substitutieregeling de mogelijkheden van de ontvanger van het collateral, indien hij tenminste vooraf toestemming heeft gegeven voor substitutie. Is dit het geval, dan is de ontvanger van collateral immers verplicht het collateral aan de verschaffer van collateral te doen toekomen op het moment dat

25 Zie considerans nr. 16 en artikel 8(4) CR.

26 In het geval van repos bevat artikel 8 van de GMRA 2000 een regeling betreffende substitutie. Artikel 5.3 van de GMSLA bepaalt onder welke omstandigheden substitutie mogelijk is in het geval van een securities lending transactie. De 2001 ISDA Margin Provisions gaan in op substitutie in artikel 1.7. Ook de ISDA Credit Support Documents voorzien in een recht van substitutie. Zie de 1994 NY Annex, artikel 4(d); de 1995 UK Deed, artikel 4(d); en de 1995 UK Annex, artikel 3(c).

27 Zie considerans nr. 5, 9 en 16, en de artikelen 2(2), 8(3) en 8(4) CR.

deze zijn recht van substitutie doet gelden. De ontvanger van collateral moet dit steeds in het achterhoofd houden als hij transacties aangaat met het desbetreffende collateral. Hij kan dit natuurlijk opvangen door ten aanzien van derde partijen op zijn beurt ook een recht van substitutie met toestemming vooraf te bedingen. Al met al zullen afspraken tussen partijen over substitutie in ieder geval een positief effect op de liquiditeit van de markten hebben²⁸.

7. Uitwinning

Inleiding

Eén van de doelstellingen van de Collateral Richtlijn is het bevorderen van een snelle uitwinning van collateral nadat zich een 'enforcement event' heeft voorgedaan²⁹.

Enforcement events zijn gebeurtenissen die leiden tot een beëindiging van de contractuele verhouding tussen partijen. Dit kan automatisch gebeuren of nadat hiertoe mededeling is gedaan door één der partijen. Insolventie is normaliter opgenomen als een enforcement event, maar ook andere, niet-insolventiegerelateerde gebeurtenissen kunnen leiden tot het vroegtijdig eindigen van een contractuele verhouding³⁰.

28 Het bevorderen van substitutie (en daarmee de liquiditeit van de Europese markt) is dan ook een aandachtspunt van de European Repo Council (ERC). Zie bijvoorbeeld: Minutes of the ERC Steering Committee Meeting of 20 November 2000; Minutes of the New York Meeting of 13 December 2000 between the International Securities Market Association's ERC Steering Committee and The Bond Market Association's North American Repo Council; Minutes of the ERC General Meetings of 15 January 2001 and of 14 May 2001. Een aantal van deze stukken is te vinden op www.isma.com.

29 Vgl. considerans nr. 5, 14, 15 en 17, en de artikelen 2(1)(l), 2(1)(n), 4 en 7 CR. Het is overigens opmerkelijk dat de Collateral Richtlijn het onderwerp van de uitwinning in twee verschillende artikelen (4 en 7) behandelt. Het was beter geweest de inhoud van het algemene artikel 4 CR en van artikel 7 CR betreffende de close-out netting in één artikel te integreren. Er is nu sprake van overbodige overlap, bijvoorbeeld van de artikelen 4(5) en 7(1)(a) en van de artikelen 4(4) en 7(2) CR.

30 De contractuele verhouding tussen partijen komt overigens niet noodzakelijk volledig tot een einde; ook een zogenaamde 'mini close-out' van één of meerdere gespecificeerde transacties is mogelijk. Zie bijvoorbeeld de artikelen 10(g)(iii) en 10(h)(iii) van de GMRA 2000 en artikel 9 van de GMSLA.

De meest gangbare techniek om collateral uit te winnen, is 'close-out netting'. Close-out netting vindt gewoonlijk in drie fasen plaats: 1. eerst wordt de contractuele relatie beëindigd ('early termination') en worden alle rechten en verplichtingen over en weer opeisbaar; 2. deze rechten en verplichtingen worden gewaardeerd op een geldbedrag en uitgedrukt in één bepaalde valuta; 3. hierna vindt verrekening plaats. Het resultaat van close-out netting is dat één van beide partijen de andere partij één netto bedrag schuldig is³¹.

Een liberaal regime

Een belangrijk aandachtspunt in het zekerhedenrecht is de wijze waarop goederen bij uitwinning worden gewaardeerd. Deze waardering is gewoonlijk onderworpen aan restrictieve regels van nationaal recht, die ten doel hebben een maximale opbrengst te genereren. Hiermee worden zowel de belangen van de verschaffer van de zekerheden, als ook (in het bijzonder in het geval van een insolventie) die van zijn crediteuren beschermd.

De Collateral Richtlijn maakt duidelijk dat contractuele afspraken omtrent het uitwinnen van collateral afdwingbaar zijn, of het nu gaat om een beëindiging naar aanleiding van een insolventie of een andere gebeurtenis. De nationale wetgever mag geen strikte, en soms tijdrovende voorschriften aan het uitwinnen van collateral stellen³².

Hoe wordt nu dit liberale regime gerechtvaardigd? Waarom prevaleren contractuele afspraken boven regels van nationaal recht die de belangen van de verschaffer van collateral en diens crediteuren beogen te bescher-

31 Zie bijvoorbeeld artikel 10 van de GMRA 2000, de artikelen 10 en 14 van de GMSLA en de artikelen 5 en 6 van de ISDA 1992 Master Agreements (voor wat betreft deze Master Agreements verwijs ik in het bijzonder naar de 'market quotation' methode die te vinden is in artikel 6(e)). Er worden ook andere technieken gebruikt om collateral uit te winnen, zoals de 'loss' methode van artikel 6(e) van de ISDA 1992 Master Agreements. Deze 'loss' methode komt in het bijzonder van pas in het geval van illiquide markten, wanneer het moeilijk is om prijsopgaven met betrekking tot effecten te krijgen.

32 Zie de artikelen 4(4) en 7(2) CR. De rol van het nationale recht is echter niet uitgespeeld. Considerans nr. 15 CR laat ruimte voor bepaalde 'restricties of voorschriften in de nationale wetgeving inzake het in aanmerking nemen van vorderingen en verplichtingen tot saldering of verrekening'.

men? De Collateral Richtlijn heeft ten doel met een snelle uitwinning de voortdurende liquiditeit van de geld- en effectenmarkten te bevorderen. Een snelle uitwinning betekent immers dat geld en effecten beschikbaar blijven op de markten. Met dit geld en deze effecten kunnen uitstaande verplichtingen worden nagekomen. Een mogelijk domino-effect ten aanzien van posities van andere marktdeelnemers wordt hiermee voorkomen. Een snelle uitwinning beperkt derhalve het zogenaamde systeemrisico.

Naast het beperken van het systeemrisico zijn er nog twee andere redenen waarom afwijking van strikte waarderingsregels aanvaardbaar is. Ten eerste worden gecollateraliseerde transacties in de regel aangegaan tussen grote, professionele marktpartijen. Omdat deze marktpartijen ongeveer even sterk zijn, zullen zij in de regel een redelijk waarderingsmechanisme afspreken, niet in de laatste plaats omdat dit in het belang is van de verschaffer van het collateral. Ten tweede laat de Collateral Richtlijn de nationale wetgever de ruimte - en deze ruimte dient te worden benut! - om te bepalen dat uitwinning op een commercieel aanvaardbare wijze moet geschieden³³.

Grenzen aan het liberale regime

Het is van belang duidelijke grenzen te stellen aan dit liberale regime. Steeds moet in het oog gehouden worden dat het liberale regime weliswaar het systeemrisico beperkt, maar ten koste kan gaan van de belangen van de verschaffer van collateral en diens crediteuren.

Een belangrijke begrenzing betreft in dit verband de toepasselijkheid van de Collateral Richtlijn op kleine en middelgrote ondernemingen³⁴. Ten eerste heeft deze groep ondernemingen slechts een beperkte invloed op de liquiditeit van de geld- en effectenmarkten en hun deelname aan deze markten brengt dan ook nauwelijks of geen systeemrisico met zich mee. Daarnaast zijn ze niet zo machtig als de grote marktdeelnemers. De grote marktpartijen zijn derhalve in een positie om de grondslagen te dicteren op grond waarvan het collateral gewaardeerd zal worden indien zich een

33 Zie over dit laatste onderwerp considerans nr. 17 en artikel 4(6) CR.

34 Zie paragraaf 2 ('Marktdeelnemers') hierboven over de opt out bepaling van artikel 1(3) van de Collateral Richtlijn.

enforcement event voordoet. Dit is niet in het belang van kleine en middelgrote ondernemingen en hun crediteuren. Ik denk daarom dat deze ondernemingen niet binnen het bereik van de Collateral Richtlijn zouden moeten vallen³⁵.

Daarnaast ben ik van mening dat het niet mogelijk moet zijn alle financieringsconstructies waarin zekerheden worden verleend (zoals een krediet-verhouding waarin een bank, bijvoorbeeld krachtens algemene voorwaarden of anderszins, een pandrecht heeft op de effectenportefeuille van een onderneming), binnen het bereik van de Collateral Richtlijn te brengen. Alleen transacties met collateral dat de karakteristieke functies verhaal en verhandelbaarheid vervult (zie paragraaf 1 over 'De twee functies van collateral') vallen binnen het bereik, en komen dus in aanmerking voor het liberale uitwinningsregime van de Richtlijn³⁶.

Opt out

Artikel 4(3) van de Collateral Richtlijn bevat een derde 'opt out' mogelijkheid. In zijn algemeenheid is het zo dat het onder het regime van de Richtlijn toegestaan is om collateral na een enforcement event te verkopen of toe te eigenen³⁷. Lidstaten die de toeëigening niet kennen, zijn echter ook niet gehouden de toeëigeningstechniek te erkennen in het geval van gecollateraliseerde transacties³⁸.

Gevolgen voor het Nederlandse recht

Volgens de Collateral Richtlijn zijn er derhalve twee manieren om collateral in de vorm van effecten uit te winnen. De ontvanger van het collateral kan de effecten verkopen, of hij kan ze zich toeëigenen. De waarde van de effecten wordt vervolgens bepaald op grond van de koopprijs of, in het

35 Zie in deze zin ook het Gemeenschappelijk Standpunt, p. 21 (einde pagina) en het Advies van het Economisch en Sociaal Comité. Vgl. vanuit het perspectief van de grote marktpartijen het ISDA Statement of Position.

36 Tenslotte dienen het verhandelbaarheidsvereiste en het liberale uitwinningsregime in wezen hetzelfde doel: liquide markten. Pas als je onder normale omstandigheden een bijdrage levert aan de liquiditeit van de markten, kom je in aanmerking voor het liberale uitwinningsregime van de Collateral Richtlijn.

37 Zie de artikelen 4(1) en 4(2) CR.

38 Vgl. het Advies van de Europese Centrale Bank, paragraaf 13.

geval van toeëigening, conform contractuele afspraken hieromtrent. Vervolgens vindt verrekening plaats van de verplichtingen over een weer.

Voor wat betreft de vraag of deze twee uitwinningstechnieken (gebaseerd op verkoop of toeëigening) naar huidig Nederlandse recht afdwingbaar zijn, moet een onderscheid worden gemaakt tussen effecten waarop een pandrecht rust ten behoeve van de ontvanger van het collateral, en effecten die aan hem zijn overgedragen. In de analyse van het Nederlands recht hieronder ga ik ervan uit dat de verschaffer van het collateral insolvent is, op grond waarvan de ontvanger van het collateral wil overgaan tot uitwinning.

Naar Nederlands recht is een verkoop van verpande effecten door de ontvanger van het collateral niet zomaar mogelijk. Een verkoop kan alleen geschieden in de vorm van een openbare verkoop (zie artikel 3:250 BW), ofwel op een andere wijze, indien de voorzieningenrechter van de rechtbank daartoe toestemming verleent (de zogenaamde onderhandse verkoop; zie artikel 3:251 lid 1 BW), of indien de pandhouder en de pandgever hierover een overeenkomst sluiten die tot stand komt nadat de pandhouder tot uitwinning bevoegd wordt (zie artikel 3:251 lid 2 BW). De ratio van deze voorschriften is het genereren van een maximale opbrengst, zodat - in deze context - de verschaffer van collateral en diens crediteuren niet worden benadeeld. De Collateral Richtlijn daarentegen staat elke overeengekomen wijze van verkoop toe en formaliteiten (zoals de toestemming van de voorzieningenrechter van de rechtbank in het geval van een onderhandse verkoop, of het sluiten van een overeenkomst na het moment dat de pandhouder bevoegd is geworden tot uitwinning over te gaan) zijn daarbij uit den boze³⁹. Hiermee gaat echter ook de bescherming van de verschaffer van het collateral (en van diens crediteuren) verloren.

Naar huidig Nederlands recht levert ook de toeëigening van verpande effecten een probleem op. Artikel 3:235 BW stelt dat ieder beding waarbij een pandhouder de bevoegdheid wordt gegeven zich het verbonden goed toe te eigenen, nietig is. De ratio van deze bepaling is wederom het genereren van een maximale opbrengst. Een met waarborgen omklede verkoop conform de artikelen 3:250-251 BW biedt nu eenmaal meer garantie

³⁹ Zie de artikelen 4(4) en 7(2) CR.

dat een maximale opbrengst wordt verkregen, dan een waardering conform contractuele afspraken, die mogelijk door de pandhouder zijn gedicteerd. De Collateral Richtlijn helpt echter, indien althans geen gebruik wordt gemaakt van de 'opt out' bepaling van artikel 4(3) van de Richtlijn (zie de paragraaf hierboven), ook het verbod op toeëigening om zeep. De belangen van de verschaffer van collateral en van diens crediteuren zijn hiermee niet gediend. In het geval van marktpartijen die even sterk zijn, is dit nog wel acceptabel. Het is echter onaanvaardbaar dat de belangen van zwakkere marktpartijen, zoals kleine en middelgrote ondernemingen, op een dergelijke wijze aan de kant worden gezet. Het ligt dus voor de hand kleine en middelgrote ondernemingen buiten de werkingsfeer van de Richtlijn te houden (zie artikel 1(3) CR).

In het geval de effecten niet zijn verpand maar zijn overgedragen aan de ontvanger van het collateral, waardoor deze eigenaar is geworden, heeft de ontvanger van het collateral in het geval van insolventie van zijn wederpartij naar Nederlands recht zowel de bevoegdheid de effecten te verkopen, als ook om deze onder zich te houden en te waarderen conform de overeenkomst tussen partijen. Hoe beschermt het Nederlandse recht nu de belangen van de verschaffer van het collateral? Het is immers goed voorstelbaar dat de ontvanger van het collateral de effecten voor een te lage prijs verkoopt of op grond van zijn machtspositie een voor hem bijzonder gunstig waarderingsmechanisme heeft bedongen. De meest voor de hand liggende actie van de (curator van de) insolvente tegenpartij is in dit geval het instellen van de Actio Pauliana. De ontvanger van het collateral heeft zich immers ten koste van de crediteuren van de boedel onge-rechtvaardigd verrijkt. Of deze actie kans van slagen heeft, moet worden bepaald aan de hand van de artikelen 42 e.v. van de Faillissementswet⁴⁰. Het nieuwe regime van de Collateral Richtlijn doet geen afbreuk aan de analyse die op grond van deze bepalingen zal plaatsvinden en accepteert de uitkomst daarvan⁴¹.

Voorts moet met betrekking tot zowel verpand als in eigendom overgedragen collateral naar Nederlands recht worden aangenomen, dat een eventuele overwaarde na uitwinning in beginsel ten goede komt aan de

40 Zie voor de Pauliana-bepalingen buiten faillissement de artikelen 3:45 e.v. BW.

41 Zie considerans nr. 16 en artikel 8(4) CR.

verschaffer van het collateral. Het is immers de verschaffer van het collateral die op grond van afspraken omtrent margin (zie paragraaf 1, 'De financiële producten') het economisch risico draagt van waardefluctuaties met betrekking tot het collateral⁴². Er wordt in de literatuur echter wel verdedigd dat een boetebeding, op grond waarvan de ontvanger van collateral in het geval van een tekortkoming aan de zijde van de verschaffer van het collateral recht heeft op een boete ter hoogte van een eventuele overwaarde, in beginsel afdwingbaar is. De rechterlijke matigingsbevoegdheid van artikel 6:94 BW zou voldoende bescherming bieden⁴³. De Collateral Richtlijn hamert echter in zijn algemeenheid op de afdwingbaarheid van overeenkomsten betreffende collateral en laat voor een dergelijke matigingsbevoegdheid geen ruimte. Dit is nog niet zo'n bezwaar indien de contractspartijen een gelijke machtspositie innemen. Indien er echter met een beduidend zwakkere marktpartij wordt gecontracteerd, ben ik van mening dat deze partij bescherming verdient tegen bedingen op grond waarvan een eventuele overwaarde toekomt aan de machtigere ontvanger van het collateral. De omstandigheid dat de Collateral Richtlijn deze bescherming niet biedt, is een reden te meer om de werkingssfeer van de Richtlijn te beperken tot de grote marktpartijen en deze niet uit te breiden tot kleine en middelgrote ondernemingen.

8. Verwijzingsregels

Verwijzingsregels met betrekking tot book-entry effecten doen opgang in de Europese regelgeving. Naast de Collateral Richtlijn bevatten ook de Finaliteitsrichtlijn, de Insolventieverordening en de Richtlijn betreffende de sanering en liquidatie van kredietinstellingen dergelijke verwijzingsregels⁴⁴.

42 Vgl. Van Hees 1997, p. 182-187.

43 Zie Van Hees, 1997, p. 186-187.

44 Ik ga hier niet in op de vraag of de genoemde Europese regelgeving een consistente aanpak heeft. Zie considerans nr. 7 en 8, artikel 2(1)(g), artikel 2(1)(h) en artikel 9 van de Collateral Richtlijn; considerans nr. 19, 20 en 21, en artikel 9(2) van Richtlijn 98/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 19 mei 1998 betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen ('Finaliteitsrichtlijn'); artikel 2(g), tweede gedachtestreepje, artikel 5(3) en artikel 14 van Verordening (EG) nr. 1346/2000 van de Raad van 29 mei 2000 betreffende insolventieprocedures ('Insolventieverordening');

In Nederland is inmiddels de verwijzingsregel die is neergelegd in de Finaliteitsrichtlijn, geïmplementeerd in artikel 212f van de Faillissementswet. Dit artikel heeft echter alleen betrekking op goederenrechtelijke zekerheden op book-entry effecten in verband met deelname aan een betalings- of effectenafwikkelingssysteem. De verwijzingsregel van de Collateral Richtlijn daarentegen heeft een ruimer toepassingsgebied, want is ook van toepassing op het bezwaren of overdragen van book-entry effecten als collateral buiten afwikkelingssystemen om. De verwijzingsregel van artikel 212f zal dus een bredere werkingssfeer moeten krijgen. Ook de andere genoemde Europese wetgevingsinitiatieven nopen tot een verdere uitbreiding van de reikwijdte van artikel 212f van de Faillissementswet⁴⁵.

Conclusie

Het bereik van de Collateral Richtlijn is beperkt tot overeenkomsten inzake collateral in de vorm van geld en effecten, die zijn aangegaan door bepaalde marktparticipanten en die voldoen aan bepaalde voorwaarden.

Collateral in de zin van de Collateral Richtlijn betekent collateral dat verhandelbaar is en dat een zekerheidsfunctie dient. De Collateral Richtlijn bevordert de verhandelbaarheid van collateral, en daarmee de liquiditeit van de geld- en effectenmarkten in zijn algemeenheid, als volgt: als gekozen wordt voor eigendomsoverdracht ('outright transfer' of 'title transfer') vindt geen re-characterisation plaats; er is voorzien in een gebruiksrecht indien er een zekerheidsrecht ('security interest') wordt gevestigd; margin transfers en afspraken over substitutie worden beschermd. De erkenning

Virgos Report, paragraaf 69; en considerans nr. 29, artikel 21(3), artikel 24 en artikel 31 van Richtlijn 2001/24/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 april 2001 betreffende de sanering en de liquidatie van kredietinstellingen ('Richtlijn betreffende de sanering en liquidatie van kredietinstellingen').

- 45 Naast de genoemde Europese regels ontwikkelt ook de Haagse Conferentie voor het Internationaal Privaatrecht nu regels voor het recht dat toepasselijk is op book-entry effecten. Op het moment dat ik dit artikel schrijf, wordt er nog gewerkt aan de tekst van de 'Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary'. Er moet rekening mee worden gehouden dat de ratificatie van deze Conventie door Lidstaten van de Europese Unie kan leiden tot uiteenlopende verwijzingsregels in de Lidstaten, zolang de Europese verwijzingsregels en de tekst van de Conventie niet op elkaar zijn afgestemd.

in de Collateral Richtlijn van contractuele uitwinningsmechanismen stelt ook de zekerheidsfunctie van collateral veilig.

Het bereik van de Collateral Richtlijn moet worden beperkt tot overeenkomsten, waarin het collateral zowel een zekerheids- als een verhandelbaarheidsfunctie heeft. Traditionele zekerheidsstructuren en fiduciaire overeenkomsten die alleen een verhaalsfunctie dienen, vallen buiten het bereik van de Collateral Richtlijn. Dit is conform de standaarddocumentatie die door marktdeelnemers wordt gebruikt en conform de economische betekenis van gecollateraliseerde transacties voor de liquiditeit van de geld- en effectenmarkten.

Van strikte regels op nationaal niveau, die het doel hebben een maximale opbrengst te genereren in het geval collateral wordt uitgewonnen (en die dus de verschaffer van het collateral en zijn crediteuren beschermen), moet alleen worden afgeweken als daar een goede reden voor is. Het liberale regime van de Collateral Richtlijn ten aanzien van de waardering van collateral wordt gerechtvaardigd door de omstandigheid dat hiermee een voortdurende liquiditeit van de markt wordt gegarandeerd, waardoor het systeemrisico wordt beperkt. Overigens is het liberale uitwinningsregime van de Collateral Richtlijn ook acceptabel, omdat een redelijke waardering van het collateral waarschijnlijk is. Gecollateraliseerde transacties worden namelijk in de regel aangegaan door professionele, grote marktpartijen met een gelijke machtspositie. Voorts heeft de nationale wetgever de bevoegdheid - en van deze bevoegdheid moet gebruik worden gemaakt - een regeling in te voeren op grond waarvan getoetst kan worden of de waardering van collateral op een commercieel redelijke wijze is geschied.

De Collateral Richtlijn is echter niet toegesneden op kleine en middelgrote ondernemingen. Deze ondernemingen nemen geen gelijkwaardige machtspositie in ten opzichte van de grote marktpartijen. Het uitwinningsregime van de Collateral Richtlijn bevat voor hen (en hun crediteuren) te weinig waarborgen dat een maximale opbrengst zal worden gegeneerd. Het zou kwalijk zijn als de Richtlijn op hen van toepassing wordt verklaard.

Wanneer de verwijzingsregel betreffende book-entry effecten van de Collateral Richtlijn wordt geïmplementeerd, is het zaak rekening te houden met gelijksoortige bepalingen in de Finaliteitsrichtlijn, de Insolventieverordening en de Richtlijn betreffende de sanering en liquidatie van kredietinstellingen. Een omstandigheid die de zaak verder compliceert, is dat de Haagse Conferentie voor het Internationaal Privaatrecht momenteel een Conventie over deze materie voorbereidt.

De Collateral Richtlijn heeft voor het Nederlandse privaats- en faillissementsrecht verstrekken gevolgen. Ofschoon de artikelen 3:84(3) BW (gezien het Sogelease-arrest, dat slechts een overdracht lijkt te verbieden die enkel en alleen strekt tot verhaal) en 3:85 BW geen aanpassing behoeven, moet wel artikel 2a Wte worden geschrapt of worden aangepast. Ook het gebruiksrecht, waarbij een pandhouder de bevoegdheid krijgt verpande effecten te bezwaren of te vervreemden, zal tot een aanpassing van het Nederlandse recht moeten leiden. Daarnaast geeft het opheffen van de formaliteiten die gepaard gaan met een openbare of onderhandse verkoop van verpande effecten, aanleiding tot verandering. Tevens moet het toeëigeningsverbod worden heroverwogen. Tenslotte moet de verwijzingsregel inzake book-entry effecten, zoals die nu is neergelegd in artikel 212f van de Faillissementswet, een breder toepassingsgebied krijgen.

Al met al kan worden geconcludeerd dat een aantal fundamentele regels en normen van het Nederlandse privaats- en faillissementsrecht tien jaar na invoering van het Nieuw Burgerlijk Wetboek moet worden herzien naar aanleiding van ontwikkelingen in de (internationale) financieringspraktijk.

Literatuurlijst

BIS 2001

Bank for International Settlements (Committee on the Global Financial System, Working Group on Collateral), *Collateral in Wholesale Financial Markets: Recent Trends, Risk Management and Market Dynamics*, Basel, March 2001.

Canoy 2001

Canoy, M., e.a., *Competition and Stability in Banking*, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Den Haag, december 2001, CPB Document nr. 015.

Ciampolini 2000

Ciampolini, M., Rohde, B., *Money Market Integration: A Market Perspective*, European Central Bank, Frankfurt am Main, May 2000, Conference on the Operational Framework of the Eurosystem and Financial Markets.

Clifford Chance 2002

Clifford Chance LLP, 'The EU Collateral Directive'. In: *Securities and Derivatives Newsletter*, May/June 2002.

Coiley 2001

Coiley, J., 'New Protections For Cross-Border Collateral Arrangements: Summary and Analysis of Draft E.U. Directive on Financial Collateral'. In: *Journal of International Banking Law*, 2001, no 5, p. 119-124.

Devos 2001

Devos, D., *Legal Protection of Collateral Transactions in EU Legislation before the Collateral Directive*, Brussels, 4 October 2001, Paper prepared for the 'European Conference on the Draft European Directive on Financial Collateral Arrangements'.

Van Gaalen 2001

Gaalen, M.S. van, *Vruchtgebruik*, Kluwer, Deventer, 2001, Ars Notariatus XCI.

Giovannini 1999

The Giovannini Group, *EU Repo Markets: Opportunities for Change*, Brussels, October 1999.

Graaf 1998/1999

Graaf, F.G.B., 'Repos on Dutch Securities: Good News at Last?'. In: *The Worldwide Directory of Securities Lending and Repo 1998/99*, Euromoney Publications PLC, London, p. 189-194.

Van Hees 1997

Hees, J.J. van, *Leasing*, W.E.J. Tjeenk Willink, Deventer, 1997, Serie Onderneming en Recht, deel 8.

ISDA Report 2000

International Swaps and Derivatives Association, Inc. (Collateral Law Reform Group), *Collateral Arrangements in the European Financial Markets - The Need for National Law Reform*, London, 2000.

ISDA Statement of Position

International Swaps and Derivatives Association, Inc., *ISDA Statement of Position; Proposal for a Directive on financial collateral arrangements, COM(2001) 168 final*, London, 1 June 2001⁴⁶.

Keijser 2001 I

Keijser, T.R.M.P., 'Risk Management, Part 1; Flows of Cash and Securities in Repos, Securities Lending and Cross Product Arrangements'. In: *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2001, nr. 4, p. 75-80.

Keijser 2001 II

Keijser, T.R.M.P., 'Risk Management, Part 2; The Recovery and Tradability Functions of Financial Collateral and Re-characterisation Risk'. In: *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2001, nr. 10, p. 180-183.

Keijser 2001 III

Keijser, T., Haas, R. de, 'Financial Collateral and Capital Adequacy Requirements'. In: *Bank- en Effectenbedrijf*, oktober 2001, nr. 10, p. 10-14.

Lunsingh Scheurleer 2002

Lunsingh Scheurleer, D.F., 'De EU Collateral Directive'. In: *Vennootschap & Onderneming*, februari 2002, nr. 2, p. 37-40.

Piggot 2000

Piggot, H., 'Steps Towards the Harmonisation of Collateral Law in Europe'. In: *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, October 2000, p. 347-348.

Rank 1998 I

Rank, W.A.K., *De (on)hanteerbaarheid van het Nederlandse recht voor de moderne financieringspraktijk*, W.E.J. Tjeenk Willink, Deventer, 1998, Serie Onderneming en Recht, deel 12.

Rank 1998 II

Rank, W.A.K., 'Repo's en repowet: van de regen in de drup?'. In: Kortmann, S.C.J.J., e.a., (red.), *Onderneming en effecten*, W.E.J. Tjeenk Willink, Deventer, 1998, Serie Onderneming en Recht, deel 13, p. 371-418.

Rank 2000

Rank, W., 'Dutch Repo Law Ends Risk of Recharacterisation'. In: *International Financial Law Review*, November 2000, p. 14-17.

46 Zie www.isda.com.

Rank 2001

Rank, W.A.K., 'Zekerheid op effecten in internationaal verband; Een bespreking van de draft EU Collateral Directive en de pre-draft Hague Convention on Intermediated Securities'. In: Apeldoorn, J.C., e.a., (red.), *Onzekere zekerheid; Insolad jaarboek 2001*, Kluwer, Deventer, 2001, p. 109-137.

Rank-Berenschot 1998

Rank-Berenschot, E.B., 'Overdracht en toebehoren onder tijdsbepaling; Achtergrond en betekenis van art. 3:85 BW'. In: Claringbould, M.H., e.a., (red.), *Van beheering: 'goederenrechtelijke beschouwingen': twaalf opstellen bij het zestiende lustrum van Societas Iuridica Grotius en de vierhonderdenvijftiende geboortedag van Hugo de Groot*, Gouda Quint, Deventer, 1998, p. 149-162.

Verhagen 1997

Verhagen, H.L.E., 'Vijf jaar NBW: artikel 3:84 lid 3 en de financieringspraktijk'. In: *Trema*, februari 1997, nr. 2, p. 54-59.

Virgos Report

Virgos, M., Schmit, E., *Report on the Convention on Insolvency Proceedings*, Brussels, 3 May 1996.

Van Zeben 1981

Zeben, C.J. van, Pon, J.W. du, *Parlementaire Geschiedenis van het nieuwe burgerlijk wetboek; Boek 3, Vermogensrecht in het algemeen*, Kluwer, Deventer, 1981.

Overzicht van de totstandkomingsgeschiedenis

Werkdocument van de Commissie

European Commission (Internal Market DG, Financial Services, Financial Transactions and Payment Systems), *Working Document on Collateral from the Commission to relevant bodies for consultation*, Brussels, 15 June 2000.

Voorstel van maart 2001

Commission of the European Communities, *Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on financial collateral arrangements*, Brussels, 27 March 2001, COM(2001) 168 final.

Advies van de Europese Centrale Bank

Europese Centrale Bank, *Advies van de Europese Centrale Bank van 13 juni 2001 op verzoek van de Raad van de Europese Unie inzake een voorstel van de Commissie voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten*, Pb C 196, 12 juli 2001, p. 10-13.

Rapport van het Europees Parlement

European Parliament (Committee on Economic and Monetary Affairs), *Report on the proposal for a European Parliament and Council directive on financial collateral arrangements*, Brussels, 23 November 2001, A5-04172001 final.

Advies van het Economisch en Sociaal Comité

Economisch en Sociaal Comité, *Advies van het Economisch en Sociaal Comité over het "Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten"*, Pb C 48, 21 februari 2002, p. 1-3.

ECOFIN Tekst

Council of the European Union, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on financial collateral arrangements*, Brussels, 18 December 2001, DG G 14106/2/01 Rev 2.

Gemeenschappelijk Standpunt

Raad van de Europese Unie, *Gemeenschappelijk Standpunt (EG) nr. 32/2002 door de Raad vastgesteld op 5 maart 2002 volgens de procedure van artikel 251 van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, met het oog op de aanneming van een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten*, Pb C 119, 22 mei 2002, p. 12-26.

Aanbeveling voor de Tweede Lezing

European Parliament (Committee on Economic and Monetary Affairs), *Recommendation for second reading on the Council common position for adopting the European Parliament and Council directive on financial collateral arrangements*, Brussels, 24 April 2002, A5-0150/2002 final.

Collateral Richtlijn

Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten, Pb L 168, 27 juni 2002, p. 43-50.